

TOKYO, PER ENTRARE NON È TROPPO TARDI

Non c'è da aspettarsi un altro +50% come nell'ultimo anno, ma le potenzialità per un proseguimento della fase positiva ci sono tutte. Lo sottoscrivono tre dei migliori gestori internazionali specializzati. Che indicano anche settori e titoli giusti



Focus

■ Nell'ultimo anno l'indice Nikkei della Borsa di Tokyo è salito del 53,6%. Più o meno il doppio dell'indice delle azioni europee, il quadruplo dello S&P 500 di Wall Street.

■ Il rialzo continuerà? Secondo i gestori internazionali specializzati interpellati da Investire la risposta è affermativa. Anche se non ci si devono aspettare incrementi simili a quelli già realizzati.

■ L'andamento dell'economia e lo stato di salute delle imprese giapponesi sono gli elementi che giocano in favore di aspettative positive per la Borsa di Tokyo.

Oltre il doppio dei listini dell'area euro. E quasi quattro volte Wall Street. E' questo il passo impressionante della Borsa di Tokyo il cui indice Nikkei 225 è salito del 53,6% in un anno contro il 25,5% dell'Eurostoxx 50 e del 13,3% dell'S&P 500. Andamento confermato pure negli ultimi sei mesi durante i quali ha saputo crescere del 24,3% contro il 10,4% dell'area euro e dell'8,5% di Wall Street. La domanda che si stanno ponendo gli investitori è se sia ormai troppo tardi per investire nelle azioni Giapponesi. Se, insom-

ma, il treno è stato definitivamente perso o se, al contrario, esistano ancora opportunità da cogliere. In questo caso, per chi vuole investire direttamente, quali sono i settori della Borsa di Tokyo e le singole società che presentano le migliori prospettive per un proseguimento della fase di rialzo? *Investire* ha fatto due domande dirette a tre tra i migliori gestori di fondi azionari internazionali specializzati sul mercato azionario giapponese. Ecco, di seguito, le loro valutazioni e le loro indicazioni operative.



Mattia Nocera
BELGRAVE CAPITAL
MANAGEMENT

AMMINISTRATORE
DELEGATO



Manuela Maccia
BNP PARIBAS AM SGR

RESPONSABILE
INVESTIMENTI



Kivohide Nagata
INVESCO

GESTORE DEL FONDO INVESCO
NIPPON SELECT EQUITY FUND

1 Vale ancora la pena di investire sulla Borsa giapponese, e se sì per quali ragioni?

Mattia Nocera

AMMINISTRATORE DELEGATO
BELGRAVE CAPITAL
MANAGEMENT.

«La risposta è senza dubbio sì, anche se dobbiamo dimenticarci i guadagni stellari degli ultimi due anni: riteniamo infatti ragionevole vedere a fine anno l'indice Nikkei 225 a quota 20-21.000 punti ovvero tra il 15 e il 20% in più rispetto agli attuali valori. Per queste ragioni dico che ogni correzione di un certo rilievo, di almeno cinque punti percentuali, deve essere vista come una buona occasione di acquisto o di incremento delle posizioni in portafoglio. Il Giappone, infatti, dopo 15-20 anni di apatia è ormai entrato in un trend di crescita di lungo termine. I due pilastri che sorreggono questa visione sono, da un lato, le riforme strutturali ed economiche adottate nel Paese e la ritrovata forza industriale delle società, che in molti settori mondiali hanno riconquistato la leadership mondiale. In questo le corporation nip-



**Romina
Graiver**

BNP PARIBAS AM

RESPONSABILE SVILUPPO
PRODOTTI EQUITY

poniche sono state favorite dal fatto di non aver subito le pressioni degli azionisti, che invece si sono viste negli ultimi anni in Europa e negli Usa, tese ad incassare dividendi più generosi o a vedere praticato il sistematico acquisto di azioni proprie. Ciò ha consentito ai manager giapponesi di impiegare questi ingenti risorse per fare investimenti industriali in settori strategici alle proprie imprese e che ora permettono loro di essere leader quasi incontrastati a livello mondiale. Mi riferisco, per fare degli esempi concreti, alle industrie estrattive di materiali, all'acciaio di alta qualità e ad alcuni settori della farmaceutica. Il ciclo virtuoso vede poi il livello di indebitamento aziendale ridotto e l'opera di ristrutturazione ormai completata in virtù anche del cambio generazionale di lavoratori: quelli più anziani, e anche più costosi alle aziende, sono sostituiti dai giovani, che costano meno e che, soprattutto, hanno un profilo di consumo superiore. Persino le preoccupazioni sollevate a proposito della fine dei tassi di interessi zero deve essere vista come la conferma della fine della deflazione, il male oscuro che ha afflitto il Paese per oltre un decennio»

Manuela Maccia

RESPONSABILE INVESTIMENTI
BNP PARIBAS AM SGR.

«Proprio da questo mese abbiamo ridotto l'esposizione sul Giappone. Restiamo positivi sulla Borsa di Tokyo ma riteniamo che il grosso dell'euforia sia ormai alle spalle. I fattori positivi che giocano a favore dell'investimento in azioni nipponiche si basano su una crescita economica finalmente solida e in strada nel trend di lungo periodo. L'addio definitivo alla deflazione e segnali incoraggianti sul versante dei consumi in un contesto di investimenti produttivi sostenuti, assicurano un solido supporto all'economia del Sol Levante. Inoltre si stima che, in virtù della diminuzione dell'avversione al rischio, una parte del 50% delle attività delle famiglie giapponesi detenute attualmente in liquidità e strumenti monetari pos-

Da sapere

■ Deflazione

È il fenomeno, contrario all'inflazione, in cui si registra una tendenza dei prezzi a diminuire. È un particolare segnale di recessione economica in cui alcune delle più importanti armi a disposizione delle autorità monetarie (come, per esempio, la riduzione del costo del denaro) possono risultare inefficaci.

■ Brokeraggio

Attività svolta dal broker, intermediario assicurativo e bancario che opera le scelte per conto dei clienti in modo indipendente dai grandi gruppi finanziari. Termine con il quale si indica l'attività dalle società di gestione ed intermediazione in regime di massima indipendenza e senza conflitto di interessi.

■ Real estate

Dall'inglese, proprietà immobiliare. Termine con il quale si indica a livello internazionale, e ormai correntemente pure in Italia, il settore immobiliare.

“ Ora che le società giapponesi hanno accumulato una grande quantità di liquidità in eccesso, stanno modificando la loro strategia di business da difensiva a più offensiva. E stanno aumentando gli investimenti per conseguire un’ulteriore crescita ”

sa essere investito in azioni e bond, con benefici influssi sui mercati finanziari nipponici. Al contempo, tuttavia, non possiamo non notare una normalizzazione del ciclo. La Banca Centrale giapponese dovrebbe rialzare i tassi di interesse (secondo le aspettative del mercato entro giugno, mentre per noi avverrà dopo l’estate), e gli investitori esteri potrebbero prendere profitto dopo diversi mesi di lauti guadagni».

Kiyohide Nagata

HEAD OF JAPANESE LARGE EQUITIES - FUND MANAGER OF INVESCO NIPPON SELECT EQUITY FUND.

«Sì. Siamo dell’idea che gli investimenti in Giappone offriranno delle opportunità nel medio-lungo termine supportate da diverse motivazioni, la prima delle quali è la ripresa economica. L’economia giapponese ha toccato il minimo nel 2002 e ha continuato a crescere in 4 anni, grazie a un buon sostegno dalla domanda interna, proveniente ad esempio dalle spese in conto capitale e dei consumatori. Sembra che la ripresa sia sostenuta e che non sarà di breve durata, dal momento che i cicli economici di medio-lungo periodo, vale a dire il ciclo degli investimenti di capitali e delle costruzioni, stanno registrando un rialzo. Subito dopo segnalerei la fine della deflazione. Grazie a ristrutturazioni di notevole portata e a una solida ripresa economica, il Giappone sta finalmente uscendo dal quadro deflazionistico, in cui la tendenza dell’economia è quella di ricercare un equilibrio meno marcato. Attualmente il Paese si è avviato verso un quadro espansivo per il futuro. Ciò si può evincere ad esempio dal fatto che l’indice dei prezzi al consumo in Giappone è tornato positivo e nelle metropoli giapponesi si riscontra un apprezzamento del prezzo dei terreni. Le società giapponesi, e siamo al terzo punto, sono passate attraverso anni di ristrutturazioni, grazie alle quali hanno ridotto drasticamente i costi fissi e i debiti che implicano la maturazione d’interessi. Ora che le società hanno accu-

mulato una grande quantità di liquidità in eccesso, stanno modificando la loro strategia di business da difensiva a più offensiva. Esse stanno di fatto incrementando gli investimenti in capitale e in Ricerca e Sviluppo, al fine di poter conseguire un’ulteriore crescita in futuro. Sono numerose le società che hanno una solida presenza in diverse aree di business. Per esempio, le società giapponesi che forniscono parti e materiali per il settore digitale presentano un elevato grado tecnologico e un notevole know-how, acquisiti gradualmente e nel corso di molti anni. Secondo un sondaggio commissionato dal Ministero dell’Economia, del Commercio e dell’Industria, la quota globale dei componenti e dei materiali elettronici giapponesi è pari all’eccezionale cifra, rispettivamente, del 51% e del 65%. A titolo di esempio citerò Motorola, tenendo conto che il secondo brand globale per quel che riguarda le vendite di telefonini si rifornisce per il 70% per la componentistica dei suoi prodotti presso società giapponesi. Infine esiste un vantaggio geografico. Il Giappone è pronto per trarre potenzialmente vantaggio dalla crescita dell’economia globale, specialmente dalla rapida crescita in molti paesi asiatici. Per esempio, le case automobilistiche giapponesi e quelle che producono moto detengono quote consistenti di mercato nei paesi dell’A-sean5. Esse possono trarre vantaggio dall’accelerazione dell’utilizzo di auto e motoveicoli in questi paesi».

2 ■ Su quali settori e titoli giapponesi preferite puntare, e per quali ragioni?

Mattia Nocera

«Guardando alle scelte di portafoglio, direi che le preferenze si concentrano sui settori industriale, beni di consumo ciclico e finanziario. Nell’industriale siamo focalizzati su aziende come la Komatsu, l’omologo giapponese dell’americana Caterpillar. Un’azienda molto forte sia nei mezzi di movimento terra utilizzati dal settore delle infrastrutture e

Da sapere

■ **Bottom up**
Letteralmente "dal basso verso l'alto". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dal singole realtà industriali concentrandosi sulla qualità del management, sulla validità dei prodotti e servizi offerti dalla società, sulla competitività e sulla capacità di riuscire a crescere in modo indipendente (o quasi) dall'andamento del ciclo economico o del settore di appartenenza.

■ **Top down**
Letteralmente "dall'alto verso il basso". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dall'analisi dei dati macro economici per individuare la ripartizione preferenziale tra azioni, obbligazioni e liquidità e, a seguire, le aree geografiche, i settori e, infine, i singoli titoli.

■ **Investment banking**
Letteralmente banche d'investimento. Sono gli istituti di credito che raccolgono capitale azionario e prestiti attraverso il collocamento di titoli e forniscono, a fronte di laute parcelle, consulenze su fusioni, acquisizioni, ristrutturazioni, mentre vengono pagati a commissione per la sottoscrizione di un'emissione di titoli.

delle costruzioni e sia nel settore delle estrazioni minerarie. Un gruppo high export nel Sud Est asiatico e in Cina e India in particolare. Molto interessante è poi l'Hitachi Ltd attiva nei motori elettrici e all'avanguardia nello sviluppo dei motori ibridi. Sempre nel settore industriale abbiamo una posizione importante in Mitsubishi corp, sia per la sua componente industriale pure che per la sua divisione estrattiva di carbone in Australia che sta crescendo a tassi molto interessanti. Chiudono la lista poi Daikin (leader nel settore dei condizionatori ma forte pure nel settore estrattivo di materie prime), JS group (specializzata nell'alluminio di alta specializzazione) e Kubota corp (società operativa nel settore delle macchine agricole e in quelle dedicate alla realizzazione di tubi di alta tecnologia per il trasporto di acqua e altri liquidi).

Nel settore ciclico, invece, presidiamo il settore dei motori con Mazda, Suzuki e Yamaha mentre ci piace molto Mitsukoshi, una catena di grandi magazzini quasi fallita ma che ora, dopo essere stata brillante-

mente ristrutturata, è in forte ripresa. Senza dimenticare, inoltre, l'importante patrimonio immobiliare di cui dispone. Il settore beni di consumo è presidiato pure, ma con una piccola posizione, con il titolo Sony. Nel settore finanziario, infine, a parte l'esposizione sul colosso Mizuho Financial group, preferiamo le società di seconda fascia, come Daiwa securities attiva nel brokeraggio e la banca Sumitomo Trust, o quelle del real estate (Aeon, Millea Holding e Mitsui Fudosan)

Romina Graiver

RESPONSABILE SVILUPPO PRODOTTI EQUITY.

«Il nostro è un fondo caratterizzato da un approccio che ruota su tre perni importanti: l'analisi fondamentale, l'analisi quantitativa e la gestione di portafoglio.

Nell'analisi fondamentale si costituisce una classifica delle azioni delle società che hanno le più alte chance di apprezzamento o deprezzamento relativo al settore di appartenenza sull'orizzonte d'investimento prestabilito.

I migliori fondi azionari Giappone

NOME DEL FONDO		PERFORMANCE IN EURO			
		YTD 2006	1 ANNO	3 ANNI	5 ANNI
VITRUVIUS JAPANESE EQUITY (EUR)	BELGRAVE CAPITAL MANAG.	8,4	64,6	184,9	89,9
WORLD INVEST NIPPON	WORLD INVEST	1,1	47,5	134,3	10,0
PARVEST JAPAN	BNP PARIBAS AM	5,5	46,8	129,4	0,7
SPI OBIETTIVO GIAPPONE RH	SANPAOLO INTERNATIONAL	7,5	59,2	127,4	
PICTET JAPANESE EQUITY SELECTION	PICTET	4,1	56,3	24,1	9,1
INVESCO NIPPON SELECT EQUITY FUND	INVESCO	-3,4	55,5	123,5	3,0
GAM STAR JAPAN EQUITY	GAM	4,7	50,2	122,3	16,9
JPM JAPAN SELECT EQUITY	JP MORGAN AM	7,2	47,7	119,4	1,1
GARTMORE SICAV JAPANESE FUND	GARTMORE	5,0	54,6	118,2	-13,2
VONTOBEL FUND JAPANESE EQUITY	VONTOBEL	4,6	54,3	117,7	-9,5
MSMM JAPAN EQUITY FUND	MSMM	0,7	45,1	116,8	0,4
FIDELITY FUNDS JAPAN ADVANTED FUND	FIDELITY	-3,5	39,9	115,4	
GROUPAMA JAPON STOCK	GROUPAMA	4,7	48,3	111,4	-13,2
FRANKLIN TEMPLETON JAPAN FUND	FRANKLIN TEMPLETON	-4,4	53,5	111,4	2,1
DEXIA INDEX JAPAN CLASSIC	DEXIA	3,9	49,0	109,1	-5,5
PIONEER FUNDS JAPANESE EQUITY	PIONEER IM	1,2	48,1	108,6	-11,6
CREDIT SUISSE EQ. JAPAN MEGATREND	CREDIT SUISSE AM	6,2	58,1	108,4	
JF JAPAN EQUITY FUND	JP MORGAN AM	0,1	42,8	108,0	0,1
HENDERSON HORIZON JAPANESE EQUITY	HENDERSON GLOBAL INVEST.	4,0	45,7	107,2	-3,9
WESTAM COMPASS FUND JAPAN. EQ.	WESTAM	1,7	49,6	107,1	-1,8

I migliori fondi azionari Giappone ordinati secondo la classifica dei rendimenti a 3 anni.

Nell'analisi quantitativa si identificano le migliori società sul mercato in base al consensus ricevuto sul mercato. Gli analisti dunque esaminano i consensi degli analisti e forniscono informazioni utili in termini di potenzialità di crescita (growth), valore (value), qualità della società e indicatori di momentum.

Il team di gestione analizza attentamente ogni società per assicurarsi che queste soddisfino alcuni criteri qualitativi, come la forza del top management e le previsioni sui dividendi, e quantitativi, come la generazione stabile di cash-flow. L'obiettivo è quello di avere in portafoglio un numero prefissato di 50 titoli su un universo esaminato di 2.000 società quotate. Ogni titolo ha lo stesso peso in portafoglio e permane finché soddisfa i criteri visti in precedenza che lo classificano tra le 50 migliori scelte del mercato. Non esiste nessun prezzo obiettivo (target price): se un titolo sale molto e continua a soddisfare i requisiti che ne hanno determinato l'inserimento in portafoglio continua a restarci. I settori preferiti, non in senso assoluto, ma come aggregato delle scelte dei 50 titoli, vedono attualmente un sovrappeso nei distributori di servizi (soprattutto per quanto riguarda le compagnie attive nei materiali di base), nella tecnologia e nell'industria e un forte sottopeso nei finanziari. Rispetto all'indice di riferimento, il Nikkei 300, i titoli in maggiore sovrappeso sono Suzuki motor corp, Ibsiden co, Calsonic Kansei corp, Aisin Seiki e Yamaha motor mentre quelli in maggiore sottopeso risultano essere i titoli Toyota motor, Mizuho financial group, Mitsubishi Ufj financial, Sumitomo Mitsui banking e Ntt Docomo».

Kiyohide Nagata

«Le nostre strategie d'investimento sono sospinte da una selezione di titoli puramente di tipo bottom up, escludendo, di conseguenza, l'allocazione settoriale di tipo top down. Detto questo, ci concentriamo in particolar modo sulle società che

traggono vantaggio da alcuni temi d'investimento come la fine potenziale della deflazione in Giappone con vantaggi per gli istituti di credito e per il settore immobiliare. Uno dei titoli su cui puntiamo è Tokyu Land Corp. Siamo dell'idea che valga la pena puntarci in virtù dell'imminente presenza di un'economia post-deflazione in Giappone. A quanto sembra, gli affitti in aree di primo piano di Tokyo continuano a crescere, e ciò riflette il livello poco elevato dei tassi di occupazione degli immobili e una solida domanda. Il suo portafoglio, che si concentra sull'area di Tokyo, sembra essere più sensibile ai rialzi dei prezzi dei terreni rispetto ad altri. Oltre all'ambiente favorevole, la Tokyu Land Corp sta attualmente accaparrandosi in modo aggressivo degli immobili privilegiati nell'area di Tokyo. Per il momento il nuovo patrimonio dovrebbe andare a spingere fortemente la crescita degli utili. Un altro esempio è Mitsubishi Ufj Financial. Questo gruppo è stato creato dalla fusione tra Mtfj e Ufj. Per dimensioni, il suo patrimonio è il più grande al mondo nel settore bancario. Il portafoglio delle attività del gruppo è ben equilibrato, e comprende i settori del commercial & dell'investment banking, dei finanziamenti al consumo, delle attività di brokerage e delle carte di credito. La qualità del patrimonio di Mtfj e la notevole consistenza del fatturato di Ufj dovrebbero generare delle sinergie, il che potrebbe avere un impatto positivo sulla redditività. Inoltre tale gruppo andrebbe a beneficiare enormemente della ripresa economica in Giappone. Altro tema d'investimento è quello relativo alla ripresa delle spese in conto capitale e dei consumi nel Paese: favoriti il settore retail e delle costruzioni. Un titolo nel mirino è Yamada Denki. E' la più grande società retail nel settore discount dell'elettronica per la casa. Il fatturato sta registrando una crescita per via dell'aggressiva apertura di punti vendita su larga scala. La strategia volta a guadagnare quote di mercato incrementando le proprie di-



**Albert
Abehsera**
UBAM

GESTORE DEL FONDO
UBAM JAPAN EQUITY



Abehsera (Ubam): «La spinta viene dagli utili»

La ragione principale della visione positiva sulla Borsa giapponese di Albert Abehsera, gestore del fondo Ubam-Japan Equity, è la prospettiva di ulteriori incrementi degli utili delle imprese. Da lì, secondo Abehsera, viene la principale spinta ad ulteriori probabili rialzi del listino di Tokio. Con 27 anni di esperienza del mercato azionario giapponese, il gestore scelto da Ubp ha sempre battuto largamente, dal 1998 a oggi, l'indice Topix: 192,9% nel periodo, pari a un rendimento annualizzato del 13,8%, contro il 46% (4,7% annualizzato) del Topix. Addirittura, negli ultimi tre anni, Abehsera ha messo a segno un +164% contro il 115% dell'indice. Negli anni difficili, secondo il gestore di Ubp, la classe manageriale giapponese ha saputo rinnovarsi in positivo. Assistiamo ad una sorta di cambio generazionale, ha detto a

Investire, con conseguenze positive per gli investitori internazionali. Le società quotate giapponesi, fa osservare Abehsera, non solo sono diventate più trasparenti e capaci di fornire informazioni al mercato, ma hanno anche assunto un atteggiamento marcatamente conservativo nelle loro informative. Significa che, puntando ad evitare a tutti i

costi revisioni al ribasso, che fanno crollare i prezzi di Borsa, presentano agli analisti previsioni molto prudenti: che regolarmente, come è successo l'anno scorso, vengono corrette (anche sensibilmente) al rialzo. La gestione di Abehsera e del suo espertissimo team (26 anni in media sull'azionario giapponese) è attiva, non guidata da un

benchmark, e punta a battere gli indici in tutte le circostanze di mercato. L'attività di selezione delle azioni si concentra nella ricerca di azioni "relativamente sottovalutate". Cioè non di azioni convenienti in assoluto, ma che abbiano nello stesso tempo: 1) una valutazione appetibile in relazione al settore di attività della società e ai suoi concorrenti; 2) prospettive di incremento degli utili. Si parte dall'analisi fondamentale, con visione dell'investimento a medio termine (Abehsera tiene i titoli in media 1-2 anni) e una volta individuate le società sottovalutate, partono le visite alle aziende e gli incontri con i top manager. Determinata una lista, si apre la concorrenza tra i titoli che ne fanno parte. L'analisi tecnica interviene al margine per individuare il prezzo migliore.

I primi 10 titoli in portafoglio

TITOLO	SETTORE	PESO %
SUMITOMO MITSUI FIN.	FINANZIARIO	2,8%
MITSUBISHI UFJ FIN.	FINANZIARIO	2,7%
JTEKT CORP.	CONS. DISCREZ.	2,5%
TOSHIBA CORP.	TECNOLOGICO	2,5%
SHARP CORP.	CONS. DISCREZ.	2,2%
MORI SEIKI CO. LTD	INDUSTRIALE	1,9%
MIZUHO FIN. GROUP	FINANZIARIO	1,7%
MURATA MAN.CO. LTD	TECNOLOGICO	1,5%
MITSUBISHI ELECTRIC	INDUSTRIALE	1,4%
SUMITOMO CORP.	INDUSTRIALE	1,4%

I primi 10 titoli del fondo Ubam-Japan equity al 30/04/06.

“ **Settore immobiliare: a quanto sembra gli affitti in aree di primo piano a Tokyo continuano a crescere** ”

mensioni sta realmente dando ottimi risultati. Il tema della solida crescita economica in Asia ce lo giochiamo, invece, soprattutto con Isuzu Motors e Yamaha motors. Il fatturato della prima all'estero è andato oltre gli obiettivi prefissati, sulla base di brillanti vendite di piccoli veicoli commerciali in Thailandia. Il fatturato domestico sta crescendo in virtù dell'introduzione di una nuova normativa sulle emissioni. Per quanto riguarda Yamaha motors, le attività nel settore delle motociclette nei paesi dell'ASEAN vanno oltre le originali previsioni, e i motori per il settore ma-

rittimo e i fuoristrada diretti al Nordamerica evidenziano una crescita maggiore del previsto. Infine segnalerei pure Nitto Denko come attraente, d'investimento collegata all'espansione globale dell'elettronica digitale. I materiali associati alla tecnologia LCD presentano una solida crescita del fatturato, pari al 20% su base annua, grazie a una maggiore domanda proveniente dai produttori di TV e PC. Anche i materiali per i circuiti di alta tecnologia, i sigillanti per le automobili e la plastica per ingegneria stanno evidenziando una crescita». ■